

繁荣期的大宗商品

托马斯·赫尔布林

2003年至2008年中期，不断攀升的大宗商品价格曾被视为全球经济繁荣期的标志（见图1）。当全球金融危机爆发及大萧条来临时，商品价格暴跌，大宗商品繁荣期的终结似乎已经近在眼前。然而，大宗商品的价格在经济复苏初期就已反弹；至2010年年底，很多大宗商品价格就已经接近或超过了危机爆发前的高位值。除原油价格受日益突出的地域政治供应风险的影响之外，在2011年全球经济活动放缓期间，大宗商品已经逐渐失去了往日的光环。

最近的价格疲软直接反映出全球经济的黯淡状况，但同时，它也对是否需要大宗商品市场预期重新进行评估提出了质疑。单纯的价格估算无济于事，因为它总是无法预测价格的变化趋势或持续性。本文将根据近期对大宗商品繁荣期的源动力进行的研究（该项研究着重于供需动荡和低库存之间的相互作用关系，并把它作为促进经济繁荣的主导因素，Carter和Smith，2011年），对全球金融危机以来的大宗商品市场的发展进行展望。同时，本文还对以下内容进行了阐述：全球经济危机是否对上述相互作用产生了影响？如果上述命题成立，它是如何产生影响的？

需求因素

在需求方面，一场新兴经济体和发展中经济体始料未及的、持续加速的经济增长被视为21世纪最初几年间大宗商品价格上涨的主要动力。这种主要发生于经济活动在整体上对大宗商品的依赖程度更大的经济体而非发达经济体的快速增长，促使全球大宗商品的需求量猛增，而恰在此时，它在发达经济体当中出现了萎缩。过去10年间，很多大宗商品的全球需求平均增长率远远高于20世纪80年代或90年代。

全球金融危机和经济大萧条仅仅削弱了新兴经济体和发展中经济体的经济增长表现，当发达经济体一蹶不振时，上述经济体的实际GDP和工业活动却快速地恢复到了经济危机爆发前的水平。刺激性的宏观经济政策促进了新兴市场和发展中经济体（尤其是中国）的复苏，强劲的刺激政策进一步推动了大宗商品的密集型投资，并在很大程度上促进了大宗商品市场的复

全球经济危机对大宗商品价格的影响远远小于前几次经济萧条。长期价格走势不明朗

苏。新兴市场的强劲复苏步伐低于2009年年中快速回暖的大宗商品需求量，因此，价格得以反弹。

例如，2010年第1季度，全球对基本金属的需求量超过了经济危机爆发前的最高水平（见图2）。同样，2010年，全球的原油需求量增加了3.25%，该增长率接近2004年需求增长的峰值水平。

这些发展表明，全球金融危机并未从根本上改变大宗商品市场的需求结构。主要新兴经济体的人均收入停留在随大宗商品需求量增加而增长的水平上。除商业周期外，这些国家的大宗商品需求量还受到长期的结构性因素的影响，这也解释了当前大宗商品繁荣期超乎寻常的长周期（Radetzki，2006年）。

供给反应

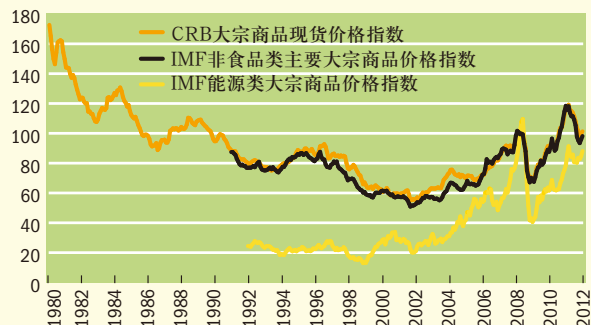
在供给方面，供给冲击和供给反应之间存在着显著差异：前者是指大宗商品供应中出现了未可预计的中断，而后者则是对需求增加所作的反应。

近期某些商品价格飙升，特别是2010年和2006—2007年间的大宗粮食价格上涨的重要因素在于供给冲击。例如，2010年下半年的食品价格飙升是由于气候原因造成的供应中断所致，如俄罗斯、乌克兰和哈萨克斯坦的干旱和自然灾害以及随后发生在亚洲的洪灾。

图1
波动巨大

在21世纪头10年至全球经济危机爆发之前，大宗商品的价格稳步增长，随后迅速回落，继而出现复苏。

（2008年第二季度=100，定值美元）



资料来源：IMF，主要大宗商品价格系统数据库；哈沃分析。

全球价格对供应中断的反应不仅取决于产量减少了多少，也取决于可以用作缓冲库存的规模。过去10年间，低初始库存量和供应中断之间的相互作用是导致食品价格大幅飙升的重要因素。可消耗库存量越低，其所有人越是不愿出售，不管其价格如何。在过去10年间，用于消耗的食品的储备量显著下降。2008年，食品价格处于峰值时，食品储备量低于1973—1974年间大宗商品和食品价格繁荣期时的储备量。2008年、2009年和2011年年底的粮食大丰收对粮食储备量略有补充，但持续的需求上涨阻碍了储备量的补充，并使储备量一直处于相对较低水平。由于可用储备和信用成本会影响库存的维护成本，因此，造成粮食储备量低下的某些原因在某种程度上也导致了金融危机的发生。但是，支持上述观点的证据仍微乎其微。事实上，危机爆发时，粮食库存量非常低。此外，金融形势并未显示出对基础金属或原油库存储备造成阻碍。对于那些循环型大宗商品，经济大萧条到来时，由于需求量比供应和现货价格下降速度更快，因此库存量出现了激增。但是，一旦采取刺激性措施且市场参与者有意吸纳多余的供应时，上述情况即可迅速得到改观。

经济危机前后大宗商品价格上涨的另一幕后原因是，制造商对未曾预想到的大宗商品需求增加的反应过慢。存款和储备的相关开发的高成本也导致了大宗

全球经济正在调整，以适应高企不下的大宗商品价格。

商品价格的上涨。矿业和碳氢化合物产业的投资非常旺盛，这对于影响潜在借贷者的信贷和融资约束来说是一个极大的解放。但是，由于矿业、碳氢化合物产业的开发和新产能发展越来越慢以及结构性障碍的影

响（例如，某些国家的政策限制开采和投资），因此，新产能已经放慢了投放步伐。

如同21世纪头10年中期全球经济繁荣时一样，供给在原油领域的反应最为敏感。由于新油田和强化开采勉强可以弥补开发于20世纪50年代和70年代的主要油田产量的下降缺口，因此，产能扩大步伐很慢。高成本项目是补充供应的主要来源。在美国，难提取原油产量的急速上升表明科技进步仍可以提供新的供应源。但是总体来说，上述资源的规模较小，并且不大可能在短时间内提升全球的原油供应能力。

在20世纪80年代和90年代不景气之后复苏的大宗商品，其增长并未因全球金融危机、经济大萧条或随后的艰难复苏之路而停止。这主要归功于两大因素：新兴经济体和发展中经济体的快速增长和供应限制。

新生力量

但是，这并不意味着大宗商品的复苏模式将保持不变，其他因素也在影响其变化。新兴经济体和发展中经济体的经济增长源动力正在发生变化。如，中国政府最新的5年规划正努力将其经济增长模式由投资增长型向消费增长型转变。这有可能改变中国大宗商品的需求本质。特别是，随着建筑在经济活动中的份额逐渐减少，对于建筑业所用大宗商品的需求增加速度也可能会减缓。同时，全球经济正在调整，以适应高企不下的大宗商品的价格。创新和寻求低成本替代品的动力将最终使需求降低，拉高供应。例如，由于高价格使得利润增加，一些封存的油田又已重新开始启用。在美国，低价天然气（来源于页岩气革命）必将促进天然气的大规模使用，甚至是用于使用天然气驱动的汽车。但是，向高价格的调整是循序渐进的过程，况且大宗商品的价格也不可能在短期内迅速下降。

尽管经济基石毫发无损，但是未来的全球经济增长仍具有不确定性，这种不确定性并不仅仅是由于未来经济的预期较为疲软以及发达经济体的极度脆弱性所造成的。毋庸置疑的是，这些风险抑制了新兴经济体对外部需求的期待。但是这些经济体的经济增长也受到国内产能限制的影响；在某些方面，也受到了快速但并不强大的信贷增加的影响。■

托马斯·赫尔布林（Thomas Helbling）是IMF研究部的处长。

参考文献：

Carter, Colin A., and Aaron Smith, 2011, "Commodity Booms and Busts," Annual Review of Resource Economics, Vol. 3, No. 1, pp. 87-118.

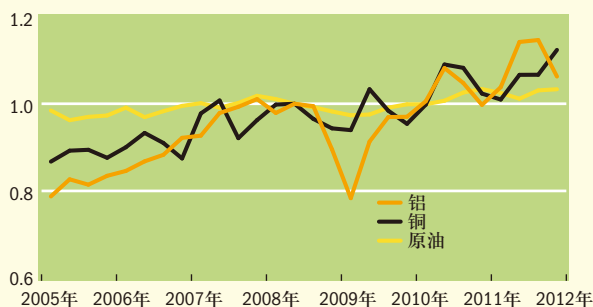
Radetzki, Marian, 2006, "The Anatomy of Three Commodity Booms," Resources Policy, Vol. 31, No. 1, pp. 56-64.

图2

迅速复苏

2008年年底全球经济经历了最严重的衰退后，基础金属和原油需求量迅速回升。

（大宗商品消耗量，2008年第二季度=1）



资料来源：国际能源署、世界金属统计局。